

PPP 模式打造黄河国家湿地公园，彰显强大运营能力

核心观点：

- 签订齐河黄河水乡国家湿地公园项目，其中包括工程 4300 万元，以 PPP 模式建设 1000 亩花卉主题公园。公司获得齐河县黄河水乡国家湿地内 1500 亩土地 20 年租赁权以及 10 亩建设用地，拟选择其中 1000 亩建设花卉主题公园，其中公司在运营公司中持股 90%。齐河县与济南市隔河相望，齐河黄河水乡湿地公园位于黄河国际生态城南端，规划总面积 1081 平方公里，高规格打造成“碧波映古韵，青芦引鹤归”的生态景观，且周边已打造包括海洋极地世界、欧乐堡公园等成熟旅游景点。
- 赛石园林凭借杭州西溪湿地这个全国首屈一指的标杆性工程，通过花卉旅游、主题景观开发、花木苗圃销售等形成强大的运营能力，打造纯正的 PPP 运营模式，已形成较其他园林显著的竞争优势。公司签订的山东微山湖、沂水、江西石城、山东齐河均是 PPP 或部分 PPP 模式。今年 4 月 3 日开幕的西溪湿地花朝节异常火爆，门票收入大超预期（和政府五五分成），我们判断类似 PPP 模式将大幅改善公司现金流，打造工程+运营持续稳定收入结构。
- 收购赛石华丽转身园林绿化，未来业绩持续快速增长。赛石园林主营业务为市政园林、地产园林、文保古建，市政园林承接了西溪湿地的大部分项目，参建滇池贡贡湿地公园；地产园林承接了绿城大部分高端项目；旗下杭州园林（最早拥有一级资质的四家公司之一）承接了杭州建国后大部分文保古建；大规模工程苗木/容器花木 4750 亩，潜在价值较大；集团层面还拥有花市连锁、参股虹越花卉（新三板挂牌）。
- “环保+科技（非轮胎橡胶制品）”双主业架构。公司传统主业为非轮胎橡胶减震和胶管制品，主导制定了我国橡胶行业首个国际标准。非轮胎橡胶环保零部件 09 年开始从重卡转向乘用车（销售额从 2013 年 13% 提升至 2014 年 21%），2014 年实现营收 6.4 亿元，YOY+7.1%。通过客户结构优化、产品升级、开拓国际及售后市场，预计未来可维持 20% 左右复合增长。
- 拟非公开增发募资 12 亿元，携手中植资本成立 30 亿元并购基金，转型大环保。中高层认购 10 亿元，引入中植资本（2 亿元），一方面实现了管理团队的有效激励，另一方面将做大园林、转型环保、开启外延扩张及产业整合步伐。在政府力推 PPP 背景下，依托园林转型大环保将是趋势，公司也明确提出关注环保，30 亿元并购基金的成立将加快公司并购步伐。
- 风险提示：宏观经济增速下滑，收购整合风险，应收账款风险等。
- 盈利预测与估值：我们预测 2015~17 年 EPS 为 0.80/1.08/1.40 元，CAGR 达 52.3%。考虑到公司转型及外延扩张，给予公司 2016 年 35-40 倍 PE，目标价 38-43 元，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	606	1149	1911	2578	3350
增长率 (%)	36.2	89.7	66.36	34.89	29.96
净利润(百万)	32	103.28	208.46	280.38	364.54
增长率 (%)	73.1	221.6	101.84	34.50	30.01
EPS	0.12	0.40	0.80	1.08	1.40
PE	223	69	34	26	20
PB	2.7	2.9	5.3	4.5	3.8

注：股价为 2015 年 4 月 16 日收盘价，EPS 未考虑增发

美晨科技 (300237.SZ)

推荐 维持评级

目标价：38-43 元

分析师

鲍荣富

☎：021-20252629

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

特此鸣谢

周松

☎：021-68596786

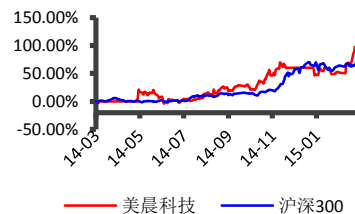
✉：zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130114120010

市场数据 时间 2015.04.16

A 股收盘价(元)	27.50
A 股一年内最高价(元)	32.95
A 股一年内最低价(元)	13.28
上证指数	3957.33
市净率	5.3
总股本(亿股)	2.61
实际流通 A 股(亿股)	1.15
限售的流通 A 股(亿股)	1.46
流通 A 股市值(亿元)	31.59

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《公司深度报告-美晨科技(300237)：收购赛石园林华丽增长，战略转型大环保》

2015/03/11

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	606	1,149	1,911	2,578	3,350	货币资金	218	261	478	644	838
营业成本	426	786	1,318	1,786	2,327	存货	111	1,036	835	1,131	1,475
毛利率	29.7%	31.6%	31.0%	30.7%	30.5%	应收账款	125	401	666	898	1,167
营业税金及附加	4	19	18	28	42	其他流动资产	200	343	662	963	1,290
营业费用	58	66	105	134	164	流动资产	654	2,042	2,640	3,637	4,769
营业费用率	9.56%	5.76%	5.50%	5.20%	4.90%	固定资产	238	327	347	366	391
管理费用	53	121	162	209	258	长期股权投资	45	0	0	0	0
管理费用率	8.73%	10.56%	8.50%	8.10%	7.70%	无形资产	26	32	62	60	58
财务费用	13	21	33	56	86	其他长期资产	17	479	841	1,222	1,621
财务费用率	2.14%	1.79%	1.74%	2.16%	2.57%	非流动资产	325	838	1,250	1,648	2,071
投资收益	0	4	0	0	0	资产总计	979	2,880	3,889	5,285	6,840
营业利润	37	127	260	350	455	短期借款	128	461	732	1,346	1,959
营业利润率	6.11%	11.04%	13.60%	13.58%	13.60%	应付账款	108	876	1,468	1,989	2,593
营业外收入	1	6	6	6	6	其他流动负债	131	275	303	360	428
营业外支出	1	5	5	6	6	流动负债	367	1,611	2,504	3,695	4,979
利润总额	37	128	261	350	456	长期负债	13	23	0	0	0
所得税	7	28	52	70	91	其他长期负债	19	25	0	0	0
所得税率	19.8%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%	非流动性负债	31	47	0	0	0
少数股东损益	-2	-3	0	0	0	负债合计	398	1,658	2,504	3,695	4,979
归母净利润	32	103	208	280	365	股本	57	130	261	261	261
净利率	5.30%	8.99%	10.91%	10.88%	10.88%	资本公积	345	817	657	657	657
EPS (元)	0.12	0.40	0.80	1.08	1.40	股东权益合计	582	1,225	1,362	1,586	1,878
						少数股东权益	-1	-3	-3	-3	-3
						负债权益总计	979	2,880	3,889	5,285	6,840
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	32	103	208	280	365	增长率 (%)					
少数股东权益	-2	-3	0	0	0	营业收入	36.23	89.69	66.36	34.89	29.96
折旧和摊销	25	32	48	78	77	营业利润	92.23	242.61	104.91	34.70	30.13
营运资金变动	-15	-112	249	-245	-261	净利润	73.08	221.56	101.84	34.50	30.01
其他	25	21	41	66	98	利润率 (%)					
经营现金流	65	40	547	179	277	毛利率	29.70	31.59	31.04	30.74	30.53
资本支出	-34	-32	-97	-95	-100	EBIT Margin	10.77	13.57	16.08	16.34	16.68
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	14.92	16.33	18.57	19.35	18.96
资产变卖	0	0	-355	-372	-391	净利率	5.30	8.99	10.91	10.88	10.88
其他	0	-160	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-34	-192	-451	-467	-491	净资产收益率	5.51	11.43	16.12	19.02	21.05
发行股票	274	196	-30	0	0	总资产收益率	3.28	5.35	6.15	6.11	6.01
负债变化	-177	11	227	567	566	其他 (%)					
股息支出	0	0	-42	-56	-73	资产负债率	40.61	57.58	64.38	69.92	72.80
其他	-177	0	-33	-56	-86	所得税率	19.78	21.68	20.00	20.00	20.00
融资现金流	-79	207	122	455	406	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	-49	55	217	167	193						

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏文科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn